

夜来风雨

——2019 年 10 月经济数据点评

2019 年 10 月,规模以上工业增加值同比增长 4.7%(前值 5.8%); 社会消费品零售总额同比增长 7.2% (前值 7.8%); 城镇固定资产投资累计同比增长 5.2%(前值 5.4%), 其中基建(不含电力)投资增长 4.2% (前值 4.5%), 房地产投资增长 10.3% (前值 10.5%), 制造业投资增长 2.6% (前值 2.5%)。对此我们点评如下:

一、生产：内外需疲弱拖累

10 月工业增加值同比增长 4.7%，增速较前值下滑 1.1pct，主要受到内外需疲弱拖累。从 PMI 数据看，内外需均连续 6 个月处于收缩区间，10 月我国官方制造业 PMI 49.3，较前值下滑 0.5；全球制造业 PMI 49.8，较前值提升 0.1。今年工业生产“季初下滑、季末冲高”的特征尤其明显，在 9 月季末冲高后，10 月工业生产显著回落。

PPI 通胀低迷和企业去库存也压制了企业的生产积极性。10 月 PPI 同比为 -1.6%，较 9 月下滑 0.4pct，也在一定程度上打压了企业生产的积极性；PMI 产成品库存指数为 46.7，依旧位于荣枯线下，指向企业依旧在去库存。

此外，由于 10 月庆祝活动的特殊情况，部分生产活动受到影响，也对工业增加值造成扰动。但从工业增加值累计同比增速来看，10 月累计同比增长 5.6%，与前值持平。

分三大门类看，制造业和采矿业是主要拖累，增加值同比增速下滑幅度分别为 1.0pct 和 4.2pct，公用事业增加值同比增速提升 0.7 pct。分行业来看，目前公布的数据中中游行业增加值增速普遍下滑，包括化学原料、交运设备、计算机通信设备、专用设备。



二、投资：基建增速显著回落

1-10 月，全国城镇固定资产投资同比增长 5.2%，增速较前值下滑 0.2pct。其中，民间投资增速与非民间投资增速分别下滑 0.3pct、1.6pct。

(1) 房地产投资：土地购置费增速回落

房地产投资同比增长 10.3%，增速较前值小幅回落 0.2pct。主要由土地购置费增速下滑导致。在持续的严调控下房地产投资仍具韧性，成为 10 月经济数据唯一的亮点。

“金九银十”下 10 月商品房销售持续回暖，商品房销售增速年内首次回正。销售面积累计增速由-0.1%转正至 0.1%，销售金额同比增速提升 0.2pct 至 7.3%。

在销售回暖刺激下，开发商资金来源获得支撑。10 月开发商资金来源同比增长 7.0%，较前值小幅下滑 0.1pct。其中销售回暖使得定金及预收款同比增长 9.4%，较前值提升 0.4pct，按揭贷款同比增长 14.1%，较前值提升 0.5pct。

房企资金来源增速稳定使得房企拿地意愿边际改善。10 月土地购置面积累计同比-16.3%，跌幅较前值收窄 3.9pct，土地成交价款累计同比-15.2%，跌幅较前值收窄 3.0pct。

在销售回暖刺激下，房企新开工意愿增强。10 月新开工面积累计同比增长 10.0%，增速较前值提升 1.4pct，施工面积累计同比增长 9.0%，增速较前值提升 0.3pct，竣工面积累计同比下降 5.5%，跌幅较前值收窄 3.1pct。

前瞻地看，尽管房地产投资短期内韧性仍强，但“房住不炒”政策大概率将保持定力，明年房地产投资增速仍将缓步下行。从领先指标土地成交价款增速来看，后续土地购置费增速下滑仍将持续，成为房地产投资增长的主要拖累因素。



（2）基建投资：高基数及资金约束拖累

基建投资（不含电力）同比增长 4.2%，增速较前值下滑 0.3pct；全口径基建投资同比增长 3.3%，较前值下滑 0.1pct。一方面，基建投资增速下滑主要受到高基数影响，2018 年 10 月基建（不含电力）与全口径基建投资增速环比分别提升 0.7pct、0.4pct。另一方面，10 月基建也可能面临资金约束。今年的专项债发行额度已在 9 月前使用完毕，而 10 月也并未使用 2020 年的新增专项债额度。需要关注的是，10 月基建投资增速依旧高于 7、8 月增速，意味着基建投资增速仍处于向上趋势。

分行业看，电、热、燃气、水业投资增速提升 1.5pct，水利环境与公共设施业投资增速下滑 0.8pct，交运仓储业投资增速下滑 0.1pct。

前瞻地看，去年 11-12 月的基建投资增速仍处于上行通道，在国企去杠杆以及地方政府隐性债务的约束下，四季度的基建投资增速可能将取决于专项债的发行情况。基建资本金比例下调的新政将有助于基建投资增速企稳。

（3）制造业投资：持续筑底

制造业投资同比增长 2.6%，增速较前值提升 0.1pct。今年以来，制造业投资增长乏力，主要受到内外需疲弱、贸易摩擦升级、企业利润增速下滑、企业融资成本较高等因素的拖累。

分行业看，目前公布的数据中下游行业投资增长势头不足，增速处于下滑通道（食品制造、食品加工、服装、制鞋、体育用品、印刷等），中上游部分行业投资增长势头稍好，增速相对景气（石油加工、黑色金属冶炼压延、专用设备、仪器仪表、计算机通信等）。

前瞻地看，受高基数制约，年内制造业增长仍然承压。随着 2020 年美国正式进入大选季，中美贸易摩擦有望阶段性缓和，叠加政策呵护，制造业投资增长或迎来改善窗口。



三、消费：可选消费显著下滑

10 月社消实际同比增长 4.9%，较前值下滑 0.9pct，限额以上社零当月同比增长 1.2%，较前值下滑 1.9pct，均创下历史新低。今年国庆 70 周年活动以及 CPI 增速走高应有利于社零名义增速走高，但 10 月社零增速出现回落，显著超出市场预期。但根据星图数据，今年“双十一”销售额达 4,101 亿，较上年增长 958 亿，而 2018 年的增长仅为 603 亿，指向今年“双十一”的虹吸效应可能强于以往。但即便如此，消费者更偏好便宜的打折商品这一现象本身也说明消费增长动能趋弱。

分结构看，可选消费增速下滑显著，其中石油、服饰纺织、装潢、家具、家电、汽车消费增速下滑是前六大影响因素，分别能够解释社零增速下滑的 37%、29%、20%、18%、16%、12%。其中石油消费增速下滑主要受油价下调影响，装潢、家具、家电消费增速下滑主要受上半年房地产竣工面积负增长影响。

前瞻地看，11 月社零增速可能有所回暖，但在居民收入增速放缓及房地产销售疲弱的背景下，社消增长仍将承压。10 月和 11 月整体的社消同比增长情况将给出当前剔除季节性的消费增长动能，并验证今年“双十一”的虹吸效应是否超越以往。

四、结论：逆周期调节加码可期

总体来看，10 月经济数据延续了供需双弱的格局，其中消费同比增速显著下滑，意味着经济下行压力进一步加大。若消费疲弱的情况在

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8906

